



振华风光 (688439.SH): 深耕军工保持业绩高增, IDM 转型打破产能瓶颈

公司点评报告

事件点评

近期, 振华风光发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营收 7.79 亿元 (YoY+55.05%), 实现归母净利润 3.03 亿元 (YoY+71.27%), 扣非归母净利润为 2.92 亿元 (YoY+63.92%), 对应 22Q4 单季度, 公司实现营收 2.04 亿元 (YoY+87.16%, QoQ+16.57%); 归母净利润为 0.76 亿元 (YoY+261.90%, QoQ+24.59%)。

国防预算增加驱动, 产品矩阵丰富提振。 振华风光专注于高可靠集成电路设计、封装、测试及销售, 主要产品包括信号链及电源管理器的系列产品。公司不断进行产品迭代和技术更新, 目前产品已覆盖放大器、转换器、接口驱动、系统封装和电源管理共五大门类接近 200 款产品, 服务于国家十大军工集团下近 500 家单位, 广泛应用于机载、弹载、舰载、箭载、车载等多个领域的武器装备中。据国博电子年报数据, 2023 年, 我国国防预算支出上升至 1.58 万亿元, 同比增加 7.2%, 叠加国家高度重视军工领域关键部件的自主可控, 在“十四五”期间提出加快武器升级换代、智能化武器发展和机械化、信息化、智能化融合发展, 模拟集成电路是智能化、信息化的基础, 公司有望从中受益, 实现快速增长。

市场规模扩容, 自主可控加速。 据 Frost&Sullivan 统计, 2021 年全球模拟芯片市场规模约为 586 亿美元, 中国市场规模约 2731 亿元, 占全球七成左右, 2020-2025 年 CAGR 约为 6%, 但据中国半导体数据, 2020 年中国模拟芯片自给率仅为 12%, 远不及关键部件的自主可控标准, 公司有望受益政策推动, 迎来快速发展期。此外, 据公司年报数据, 中国军工电子行业 2019-2025 年市场规模 CAGR 预计达到 9.38%, 2023 年预计 4195 亿元, 下游需求快速提升, 公司在手订单饱满, 业绩有望攀高。

研发体系成型, 转型 IDM 打破产能限制。 2022 年公司研发投入为 0.88 亿元, 同比增加 88.48%, 研发费用率达到 11.31%, 同比增加 2.01pct。2022 年, 公司在西安、南京成立研发中心, 构建“贵阳+成都+西安+南京”四位一体的芯片创新研发体系, 加快产品升级迭代。芯片设计方面, 公司掌握多项关键技术, 解决诸多科技难题, 产品已成功应用至多个武器配套系统; SiP 方面, 公司掌握三维多基板堆叠封装等关键技术, 实现板卡级向器件级的替代, 加速武器装备整机系统的小型化。公司将建设一条 6 英寸特色芯片工艺线, 涵盖双极、CMOS、BCD 等工艺, 转型 IBD 经营模式, 解决产能瓶颈问题, 充分释放芯片设计能力, 全力推动集成电路国产化进程。

投资建议

受益于国防预算提升和自主可控加速, 公司产品矩阵逐步丰富, 有望打开新的增量空间, 同时公司转型 IDM, 产能瓶颈得到缓解, 进一步增强公司核心竞争力。我们预计 2023-2025 年归母净利为 4.15/5.74/7.33 亿元, 2023 年 4 月 13 日收盘价为 106.01 元/股, 对应 PE 为 51/37/29 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示

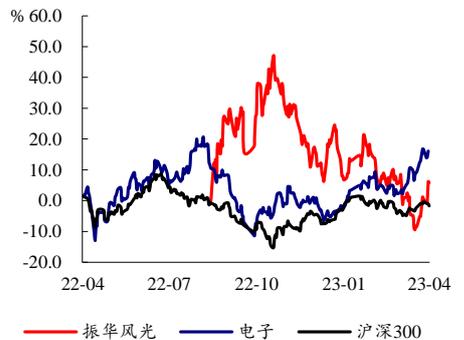
行业竞争加剧, 市场需求不及预期, 技术研发不及预期。

评级 推荐 (维持)

报告作者

作者姓名 彭琦
资格证书 S1710522060001
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	200.00
流通 A 股/B 股(百万股)	200.00/0.00
资产负债率(%)	11.91
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12 个月内最高/最低价	147.42/90.70

相关研究

《【电子】振华风光 (688439.SH): 特种模拟 IC 需求旺盛, 收入高增长可持续_20221031》2022.10.31
《【电子】振华风光 (688439.SH): 逐步推进 IDM 模式布局, 下游军用需求拉动业绩增长_20220831》2022.09.01

盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	778.87	1007.07	1333.32	1697.56
增长率 (%)	55.05	29.30	32.40	27.32
归母净利润	303.02	414.87	573.54	732.59
增长率 (%)	71.27	36.91	38.24	27.73
EPS (元/股)	1.82	2.07	2.87	3.66
市盈率 (P/E)	65.39	51.10	36.97	28.94
市净率 (P/B)	5.67	2.66	2.49	2.29

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 基于 2023 年 4 月 13 日收盘价

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	778.87	1007.07	1333.32	1697.56
%同比增速	55.05%	29.30%	32.40%	27.32%
营业成本	176.11	228.50	301.07	381.06
毛利	602.76	778.57	1032.25	1316.50
%营业收入	77.39%	77.31%	77.42%	77.55%
税金及附加	2.42	3.02	4.00	5.09
%营业收入	0.31%	0.30%	0.30%	0.30%
销售费用	42.58	54.38	70.67	88.27
%营业收入	5.47%	5.40%	5.30%	5.20%
管理费用	82.24	105.74	133.33	161.27
%营业收入	10.56%	10.50%	10.00%	9.50%
研发费用	88.09	115.81	160.00	212.20
%营业收入	11.31%	11.50%	12.00%	12.50%
财务费用	3.86	-12.00	-29.31	-28.07
%营业收入	0.50%	-1.19%	-2.20%	-1.65%
资产减值损失	-2.67	-5.00	-3.00	-2.00
信用减值损失	-10.26	-10.00	-5.00	-3.00
其他收益	10.14	10.07	13.33	16.98
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	380.77	506.68	698.89	889.72
%营业收入	48.89%	50.31%	52.42%	52.41%
营业外收支	0.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	381.12	506.68	698.89	889.72
%营业收入	48.93%	50.31%	52.42%	52.41%
所得税费用	42.64	55.74	75.48	93.42
净利润	338.48	450.95	623.41	796.30
%营业收入	43.46%	44.78%	46.76%	46.91%
归属于母公司的净利润	303.02	414.87	573.54	732.59
%同比增速	71.27%	36.91%	38.24%	27.73%
少数股东损益	35.46	36.08	49.87	63.70
EPS (元/股)	1.82	2.07	2.87	3.66

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.82	2.07	2.87	3.66
BVPS	20.97	39.79	42.66	46.32
PE	65.39	51.10	36.97	28.94
PEG	0.92	1.38	0.97	1.04
PB	5.67	2.66	2.49	2.29
EV/EBITDA	50.87	25.73	19.61	14.68
ROE	7%	5%	7%	8%
ROIC	8%	6%	7%	8%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3009	6470	6222	6959
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	806	890	1280	1400
存货	643	558	940	855
预付账款	57	75	102	133
其他流动资产	33	37	44	48
流动资产合计	4549	8029	8589	9395
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	82	399	611	717
无形资产	5	5	6	6
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	28	28	28	28
其他非流动资产	150	283	343	386
资产总计	4817	8749	9580	10537
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	359	454	634	764
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	24	30	39	50
应交税费	14	20	27	34
其他流动负债	40	65	76	89
流动负债合计	436	568	775	936
长期借款	77	77	77	77
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	6	6	6	6
其他非流动负债	55	55	55	55
负债合计	574	706	913	1073
归属于母公司的所有者权益	4194	7958	8532	9264
少数股东权益	49	85	135	199
股东权益	4243	8044	8667	9463
负债及股东权益	4817	8749	9580	10537

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-226	624	114	999
投资	0	0	0	0
资本性支出	-145	-506	-356	-256
其他	0	-3	-3	-3
投资活动现金流净额	-145	-509	-359	-259
债权融资	-380	0	0	0
股权融资	3266	3350	0	0
银行贷款增加(减少)	313	0	0	0
筹资成本	-49	-3	-3	-3
其他	-7	0	0	0
筹资活动现金流净额	3142	3346	-3	-3
现金净流量	2771	3461	-248	737

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近 20 年电子行业从业经验。曾担任 intel 和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010 年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型 PE 和对冲基金有近 4 年买方经历。于 2022 年 6 月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>